

czwartek, 28 maja 2015 | komentarz specjalny

PGNiG – Optymizm rynku nieuzasadniony

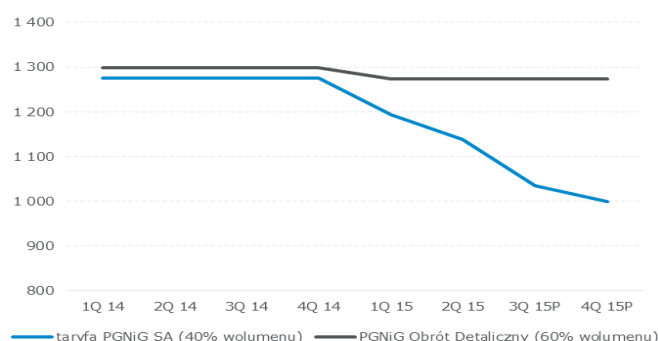
Rekomendacja: sprzedaj | cena docelowa: 5,24 PLN | cena bieżąca: 6,76 PLN

PGN PW; PGN.WA | Sektor paliwowy, Polska

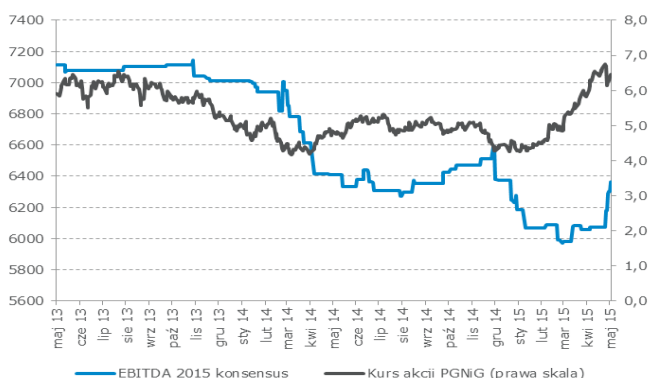
Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

Kurs akcji PGNiG wyznaczył nowe historyczne maksimum, mimo że oczekiwania inwestorów dotyczące szybkiego rozstrzygnięcia sporu z Gazpromem zostały ostatnio ostudzone. Entuzjazm rynku odzwierciedlony w notowaniach nie ma jednak naszym zdaniem wiele wspólnego z nadziejami na płatności retrospektywne od rosyjskiego koncernu, gdyż przy obecnej kapitalizacji PGNiG nawet ultraoptymistyczne wyrównanie rzędu 1,5-2 mld PLN miałyby marginalny wpływ na wycenę. Wszystko wskazuje na to, że rynek po prostu zaczął zakładać, iż tegoroczny wysoki wynik segmentu obrotu jest nowym stanem równowagi i będzie powtórzony w kolejnych okresach. Nie zgadzamy się zupełnie z taką tezą i wskazujemy na szereg argumentów, które ją podważają: 1) otoczenie spadających z kwartału na kwartał kosztów zakupu gazu okresowo sprzyja budowaniu marży poprzez wolniejsze dostosowywanie cen sprzedaży przez Regulatora (to zjawisko skończy się w 4Q, kiedy kontrakt jamalski w pełni odzwierciedli bieżące ceny ropy); 2) ustalona na cały rok bardzo korzystna taryfa dla PGNiG Obrót Detaliczny wynika z zaakceptowania przez URE wysokich cen zakupu surowca wewnątrz Grupy popartych zawyżonymi naszym zdaniem notowaniami gazu na TGE w 4Q'14 – utrzymanie tak mocnego rozwarstwienia cen pomiędzy detalem a hurtem będzie niemożliwe szczególnie, że

zwiększone przepustowości na fizycznym rewersie mocno utrudnią ponowne rozejście się polskich cen z benchmarkiem niemieckim pod koniec roku w okresie budowania portfela PGNiG OD; 3) przy ustabilizowaniu się cen ropy na obecnych poziomach można założyć, że PGNiG zanotuje w 4Q'15 lokalne minimum w cenie pozyskania gazu (nawet jeśli Gazprom zgodzi się na zmianę formuły na 100% powiązanie z notowaniami giełdowymi), a rok 2016 przyniesie już tylko negatywne dostosowania po stronie przychodu jednostkowego nie tylko z uwagi na nadrabianie zaległości przez Regulatora, ale również postępujący proces liberalizacji (aktualna taryfa hurtowa 20% powyżej benchmarku NCG). Oprócz tych ryzyk średnioterminowych zwracamy uwagę, na potencjalny negatywny wpływ trwającego obecnie sporu zbiorowego z pracownikami (bardzo prawdopodobne rozpoznanie w kosztach dwóch premii rocznych: bieżącej i zaległej oraz wzrostu średniego wynagrodzeń) oraz brak kar naliczonych Gazpromowi za niedostarczony gaz w kolejnych kwartałach. W tym kontekście potencjał do podwyższenia tegorocznego konsensusu EBITDA jest już ograniczony (nasze prognozy skorygujemy tylko o brak strat na kontrakcie katarskim w 1Q'15), co nie współgra ze skokowym wzrostem kursu YTD. Podtrzymujemy naszą rekomendację sprzedaj dla akcji PGNiG.

Wysoka taryfa w detalu generuje dodatkową marżę w obrocie w tym roku...

Kluczem dla prognoz na 2016 roku nie są ceny zakupu gazu, ale spadające ceny sprzedaży

...dzięki drogim zakupom gazu wewnątrz Grupy po zawyżonych cenach z 4Q'14

Kurs akcji w euforii przy ograniczonym już potencjale wzrostu tegorocznego konsensusu


Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku, Bloomberg

Szacunkowy rachunek wyników na handlu gazem w Grupie PGNiG uwzględniający marżę na gazie krajowym w latach 2015-16

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2015	2016
Przychód łączny w mln PLN					16 510	14 333
Cena sprzedaży gazu PLN/tys. m3	1244	1209	1136	1163	1194	1037
PGNiG SA	1193	1137	1036	999	1092	999
PGNiG Obrót Detaliczny	1274	1274	1274	1274	1274	1066
Wolumen sprzedaży w mld m3	4,4	2,9	2,4	4,1	13,8	13,8
PGNiG SA	1,7	1,4	1,4	1,7	6,1	6,1
PGNiG Obrót Detaliczny	2,8	1,5	1,0	2,5	7,8	7,8
Koszty zakupu w mln PLN					12 351	10 726
wolumen w mld m3	3,61	3,61	3,09	3,48	13,78	13,78
cena w PLN/tys. m3	1016	939	829	787	896	778
Wydobycie własne						
wolumen	1,038	1,012	0,95	1,0582	4,06	4,06
cena w PLN/tys. m3	320	320	320	320	320	320
Import kierunek zachodni						
wolumen	0,741	0,07	0,33	0,4	1,54	1,03
cena w PLN/tys. m3	983	930	959	959	969	957
cena w USD/tys. m3	264	254	252	252	259	259
Kontrakt jamalski						
wolumen	1,83	2,52	1,81	2,02	8,18	8,7
cena w PLN/tys. m3	1425	1187	1072	997	1168	971
cena w USD/tys. m3	383	323	282	262	312	262
USD/PLN	3,72	3,67	3,80	3,80	3,75	3,70
Implikowana marża brutto w mln PLN					4 159	3 607

Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Założenia do modelu:

- Ceny gazu z kierunku niemieckiego pozostają na obecnym poziomie do końca 2016 roku.
- Ceny gazu w kontrakcie jamalskim kształtują się zgodnie z obecną formułą, co przy przyjętej stałej cenie ropy (60 USD/Bbl) oznacza ich stabilizację od 4Q'15 na poziomie bliskim ceny z giełdy niemieckiej.
- Kurs USD/PLN stabilizuje się na obecnym poziomie.
- Zakładamy obniżenie taryfy hurtowej PGNiG SA o kolejne 10% począwszy od sierpnia bieżącego roku i utrzymanie tego poziomu w roku 2016.
- Zakładamy znaczące obniżenie taryfy PGNiG Obrót Detaliczny i zmniejszenie spreadu do taryfy hurtowej do poziomu z 1Q'15 (brak możliwości powtórzenia strategii tegorocznej, która polegała na zakupie gazu wewnątrz Grupy po zawyżonych cenach z TGE w 4Q'14).
- W strukturze koszyka zakładamy powrót wolumenu z Gazpromu do poziomu take-or-pay (w 1Q'15 PGNiG skorzystało na ograniczeniu dostaw z Rosji i zastąpieniu ich tańszymi zakupami z Niemiec).
- W kalkulacji nie uwzględniamy płatności kary umownej od Gazpromu, która wsparła wyniki 1Q'15.
- Model pomija wpływ gazu z magazynów na średnioważoną cenę koszyka w poszczególnych latach

Wnioski:

- W 2015 roku PGNiG korzysta na wolniejszym dostosowywaniu własnego cennika (detalicznego i hurtowego) do spadających kosztów pozyskania gazu.
- Ustalona na cały rok na wysokim poziomie taryfa PGNiG Obrót Detaliczny zaowocowała znacznym rozszerzeniem spreadu cenowego pomiędzy dwoma segmentami klientów PGNiG (81 PLN/tys. m3 w 1Q'15 i szacowane ponad 150 PLN/tys. m3 w całym 2015 roku wobec zaledwie 20 PLN/tys. m3 w 2014 roku), co przy skali sprzedaży do tych klientów (7,8 mld m3) oznacza istotny wpływ na wynik. Według naszych kalkulacji nawet po uwzględnieniu dodatkowych kosztów poniesionych na rezerwację całości dostępnych przepustowości na rewersie w 4Q'14 dodatkowa marża z tego tytułu może w tym roku sięgnąć od 0,5 mld PLN do nawet 1 mld PLN.
- W roku 2016 należy liczyć się ze znacznym spadkiem średniej ceny sprzedaży gazu przez PGNiG zarówno z uwagi na rosnącą konkurencję w obszarze dużych klientów, jak i odpowiednią reakcją URE w taryfie detalicznej, szczególnie że w tym roku koncernowi będzie trudniej poprzec wysokie ceny wewnątrzgrupowe analogiczną zwykłą notowań na TGE (zwiększone przepustowości na fizycznym rewersie).
- Założone przez nas zrównanie się cen gazu jamalskiego z notowaniami giełdowymi wynika z bieżącej formuły i uwzględnionych stałych cen ropy. Jest to jednak równoważne z oczekiwaną przez niektórych zmianą formuły rozliczeń z Gazpromem na ceny rynkowe. Wbrew upowszechniającej się opinii nie pozwoli to na utrzymanie tegorocznej masy marży na portfelu sprzedażowym PGNiG w przyszłym roku (szacujemy spadek o około 500-600 mln PLN). Wynika to z faktu, że obecne ceny sprzedaży PGNiG znacząco przekraczają ceny giełdowe z rynku niemieckiego (taryfa hurtowa jest aktualnie wyższa o prawie 20% od kontraktu 1M na giełdzie niemieckiej).

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV - wartość ekonomiczna)**EBIT** - Zysk operacyjny**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** - wartość księgowa**WNDB** - wynik na działalności bankowej**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Energa, Erbud, Es-System, Indata Software, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elemental, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Interagroclin Auto, Ipopema, Kęty, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, RBI, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sokołów, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep, Vistal, Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Polwax. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszczyński
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl
handel

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mdm.pl

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA
wicedyrektor ds. rynków zagranicznych
tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl